

ŞİRKET DEĞERLEME

* Finansman Kuralları:

- Yatay Finansman Kuralı: İşletmeye sürekli bağlı kalacağı için dönen varlıkların özsermayeye ve uzun süreli borçlara finanse edilmesi gerekir. (Bilanco Altın Kuralı)

Dönen varlıklar ve dönen varlıkların işletmeye sürekli bağlı kalemlerinde uzun süreli olarak finanse edilebilir.

Dönen varlıklar kısa süreli borçların en az 2 katını bulmalıdır. (Banker's rule)

- Dikey Finansman Kuralı: Sermayenin en az yarısı özsermaye olmalıdır. KISA SÜREDE İÇİN BU KURAL BORAN ÖZSERMAYENİN 2 KATINI AŞMASI GEREKLİDİR.

İndirgenmiş Nakit Akımları (DCF)

* DCF ile değerlendirme yapmak için 2 alternatif vardır. Birincisi; yalnızca şirketteki özsermayeyi değerlendirmek, ikincisi ise, şirketin özsermayesiyle birlikte şirketin diğer talep sahiplerini de kapsayan şirketin tümüne yönelik değerlendirilmesidir.

* Vergiler uygulamada daha çok nominal olarak da yapıldığından verginin hesaba katıldığı her tür varlık değerlendirmede nominal değerlendirilmenin kullanılması daha uygun olur.

Özsermaye Değerleme Modelleri

* Bir şirkette özsermayeye özgü nakit akımlarını özsermaye yatırımcılarının beklediği getiri oranıyla uygun indirgenmiş şekilde özsermaye değerini bulmak etmeye çalışır.

* Bir şirketin karlılığı ve büyüme oranı ne kadar yüksekse, yüksek büyümenin geçici olduğu dönem vardır.

Hem maliyet anlamında, hem de içinde bulunduğu sektör itibarıyla, şirketin değeri arttıkça, yüksek kâpıme dönemi giderek azalır.
Hem paket vb. yasal mevzuatın varlığı, hem de güçlü marka vb. borsal mevzuatlarıyla, yüksek kâpıme dönemi uzun

Özkaynağa Özgü Serbest Nakit Akımı (FCFE)

Uygulamada, birde şirketin FCFE'sini kor parı olarak ödenmediği bulunduğu

için hissedarlara nakit akımı yapılırken indirilmiş Korpar Modelinin

gerçek nakit akım kapasitesini göstermeye bileceği unutulmamalıdır.

* FCFE, faiz ve borç menfaati ödemeleri yapıldıktan sonra, şirketin mevcut

varlıklarını arttırabilmesi ve gelecekteki kâpıme gerçekleştirilmesi için

şirkete yeni varlıkların sağlanması bakımından duran varlık edinilmesi

için yapılan harcamalardan sonra kalan nakit akım değeri olarak ifade

edilebilir.

* Uygulamada kor etmeyi ya da koruluk performansı zayıf olan şirketler için;

Finansal açıdan bir umut varsa;

a) Öz sermaye yerine şirket değerlenesi (borçlar kriz dönemlerinde yüksek bulunduğu için)

b) Dış borçlar veya ortaklara gelirlerin kullanılması

c) (Kriz) dönemi için nakit akımlarının sınırlı olarak tahmin edilmesi

Finansal açıdan bir umut yoksa;

a) Tasfiye Değeri

Şirkete Özgü Serbest Nakit Akımı (FCFF)

* $FCFF = EBIT (1 - \text{vergi oranı}) + \text{Amortisman} - \text{Duran Varlık Yatırım}$

Harcamaları - Δ İşletme Sermayesi

* MVA (Piyasa Katma Değeri) şirketin gelecekte beklenen EVA'sının bugünkü değeridir.

$$MVA = \text{Şirket Değeri} - \text{Toplam Özsermaye}$$

* EVA da pozitif NPV'li yatırımların kabul edilip negatif NPV'li yatırımların reddedilmesine ilişkin geleneksel görüşle aynı şekilde bir performans kriteridir. Ancak temel fark, NPV'nin uzun vadeli sermaye birikimine odaklanırken EVA'nın bunu yıllık olarak yapmaya çalışmasıdır.

* Value Driver Modeli: Normalleştirilmiş değerler için sabit küpme ve sabit çarpma varsayımı yaptığı ve nakit akımlarını indirgemede matematiksel işlem-
ler gerektiren fazla karmaşıklıkla ilgili pratik bir değere yöntemidir.
* EVA'nın basitçe avarajı, birimin dönemindeli gelir kaynağı olarak kullanılan sermayeye her yıl ne kadar değer eklediğini göstermektedir.

$$NOPAT = \text{Satışlar} - \text{Faaliyet Giderleri} - \text{Vergiler}$$

$$FCF = NOPAT - \text{İşletme Sermayesindeki Artış} - \text{Sabit Sermaye Harcamaları}$$

* İşletme sermayesi ve sabit varlık harcamalarının ilgisine binaen, yatırım (I) adı verilebilir:

$$FCF = NOPAT - I \quad (\text{Amortisman hariç hesaplanıyor})$$

* Faaliyet birimlerine ayrı ayrı değer biçilirken hangi birimlerin değer yarattığı, hangi birimlerin satış için aday olduğu ve hangi birimlerin yeniden yapılandırılması gerektiği anlaşılmaya çalışılır.

* Bir projenin, stratejinin, davranışın hedef şirketin, ya da şirketin MVA'sına katkıda bulunabilecek herhangi bir şeyin NPV'si gelecekte ortaya çıkması, beklenen EVA'nın bugünkü değere eşittir.

$$UNOPAT = EBITD - \text{Vergi}$$

UNOPAT \Rightarrow Katılma ve vergiden sonraki net faaliyet karı
EBITD \Rightarrow Faiz, Vergi ve Amortisman öncesi kar

Artık Kar (EBO) Modeli

Artık Kar = Net Kar - Özetleme Maliyetleri Başlangıç Döneminde
Özetleme Defter Değeri

Göreceli Değerleme Yöntemleri

* Göreceli değerlemede amaç nitelik durumu, büyüme ve risk özellikleri açısından olumsuz gerileme altında fiyatlandırılmış varlıklar bulup ortaya çıkarmaktır.

Göreceli değerlemede geçerli olan yaklaşım, birbirine benzer varlıkların piyasa tarafından değerlendirilme sürecinde nasıl fiyatlandırıldığı göreceli ilişkisi içinde varlık ya da potansiyel varlıkların bulunması olarak nitelendirilebilir.

- Fiyat / Kotaja Oranı

- Sektörün ortalama Defter değeri / Piyasa Değeri hesaplanır. Bundan sonra, hisse seredi fiyatlandırılmak istenen ortaklığın hisse seredinin defter değeri, sektörün ortalama defter değeri / piyasa değeri ile karşılaştırılarak olması gereken fiyatı verilir.

- Tobin's Q: Şirket değerinin yerine koyma maliyetine oranıdır.

= Varlıkların Piyasa Değeri / Varlıkların Tahmini Yerine Koyma Maliyeti

$Q > 1$ ise, yatırım yapma isteği duyarlar

yukarı Q 'lu şirketlerin güçlü rekabet avantajlarının olduğu düşünülür.

- Satış Tutarı / Gırtanı: Hem kor hem de defter değeri mülküne ölçülür. Bu fark olup, mülküne kural ve ilkelerinden gelir ölçüde etkilenebilir. Bu farklar

herkesin az çok etkilenecek alternatif yaklaşım ise bir varlığın değeriyle onun pratik olduğu satış hacmi oranı ile ilişkilendirilerek yaklaşım

laşımıdır. Piyasa Fiyatı / Satış Tutarı

EVA (Ekonomik Katma Değer)

* Sermayenin maliyetini ayrı gösterir.

* Vergi öncesi net kârı tutar olarak MOSM oranı ile farklıdır.

* Vergi sonrası faaliyet koru düzeyinden yıllık toplam sermaye maliyetinin oluşması → EVA

Değerlemede Yatırım Fırsatları Yaklaşımı (IOAV)

* IOAV yaklaşımı, şirketin piyasa değerini 2 önemli parçaya ayırmaktadır. Birincisi, şirketin mevcut aktifleri tarafından yaratılan kaldıraçsız net faaliyet nakit akımlarının bugünkü değeridir. İkincisi ise, şirketin gelecekte belirlenen bütçe fırsatlarının piyasa değeridir.

Yatırımın Nakit Akım Karlılığı (CFROI)

* CFROI bir getiri değeridir. Fesahat bir kavramla ifade edilmemektedir. CFROI'de, bir şirketin yatırımcıları için mevcut vergi sonrası enflasyona göre düzeltilmiş nakit akımlarıyla, söz konusu yatırımcılar tarafından yapılan enflasyona göre düzeltilmiş, brüt nakit yatırımı karşılaştırılmaktadır.

* Kull, kor payı, pay pasına gelir ve yatırım fırsatları yaklaşımlarının her birinde (k) değerinin aynı olması koşuluyla, matematik olarak birbirine eşit olduğunu ortaya koymuştur.

* Eğer işletme kullandığı sermaye maliyetinden daha düşük getiri sağlıyorsa, bütünsel mantıklı olmaz. Eğer getiri WACC'den yüksekse, firma büyümektedir.

* İşletmenin değere etken eden faktörleri:

- uzun dönem getirisinin bütünsel potansiyeli
- yatırılan sermayenin getirisi

* $ROI = \frac{\text{Yatırılan Sermayenin Getirisi}}{\text{Vergi Sonrası Faaliyet Koru}}$

↳ Yatırılan sermaye ve sabit varlıklar
Uzun dönemde amaçlanan ekonomik koru max. olur, ROI'nin değil.

* Yatırımların elde edilecekleri getiriyi belirleyen firmanın performansıdır, onların firmanın gelecekteki performansına dair belirtisidir.

$$DCF = \frac{CF_{t+1}}{(WACC - g)}$$

Büyüme Oranı = Yeni yatırılan sermayenin getirisi x Yatırım Oranı

* Aynı büyüme oranına sahip 2 işletmeden ROIC'i büyük olan firmanın değeri diğer olandan daha fazladır. Çünkü bu işletmenin nakit akımları da daha büyüktür.

* ROIC = WACC ise; q'nin değişmesi firma değerini değiştirmez.

* Herhangi bir büyüme oranında ROIC oranı arttıkça firma değeri artar.

* ROIC > WACC ise; aynı ROIC düzeyinde q'nin artması firma değerini artırır.

* ROIC < WACC ise; aynı ROIC düzeyinde büyüme oranının artması firma değerini düşürür.

* FCF = NOPLAT - Net Yatırım

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Yatırılab Sermaye}}$$

$$IR = \frac{\text{Net Yatırım}}{NOPLAT}$$

$$\text{* Firma Değeri} = \frac{FCF}{WACC - g}$$

$$FCF = NOPLAT (1 - IR)$$

$$g = ROIC \times IR$$

$$\text{* Firma Değeri} = \frac{NOPLAT \times \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{WACC - g}$$

} Değer sınavı formülü:
(Serbest nakit akımından
dört net ekonomik kardan
(NOPLAT) hareket eder)

* Ekonomik değerin temel etkenleri, büyüme oranı, ROIC ve sermaye maliyetidir.

* Riskiz fiz oranı demeli, piyasa ile korelasyonu sıfır olan bir varlığın getiri oranı demelidir.

* İdeal olan, her bir nakit alımının iskonto edilmesinde, better vadeye sahip tahvilin getiri oranıyla iskonto yapılmasıdır. Bunun için sıfır kuponlu devlet tahvilleri kullanılmalıdır. Çünkü, ora ora yapılan itfaflar, tahvilin efektif vadesini değiştirir.

$$* P = \frac{Temettü}{k_e - g} \rightarrow k_e = \frac{Temettü}{P} + g$$

* CAPM'de piyasa portföyü tüm varlıkların içinde yer aldığı değer ağırlıklı portföydür. Hem hisse senetleri hem de boralanma araçları ve bunların yanında ticaretle konu olmayan entellektüel varlıklar da bu portföyün içindedir.

* Gerçek piyasa portföyünün gözlemlenemeyişi olması nedeniyle, onun iyi bir temsiline ihtiyaç vardır.

* Eğer yerel endekslerden beta ölçülürse, tüm piyasa ölçegimbili sistemli bir şekilde değil, belli firmaların ya da belli sektörlerin riskliliğini yansıtan beta değerleri dikkate alınmış olur.

$$\beta_k = \beta_0 \left[1 + \frac{D}{E} \right]$$

* Kaldırıcısı beta sadece faaliyet riskine odaklandığından, sektörel ve tüm firmaların aynı faaliyet karakteristiklerine sahip oldukları varsayımıyla firmaların kaldırıcısı betalarının, sektörün ortalamasına betasını verdiği ifade edilebilir.

2. Fama & French'in 3 Faktörlü Modeli ———— $\text{firm kârı} = W_0 + PD/PD$

* Fama & French'e göre, başkaynak getirisiye firmaların büyüklüğü oranında, bir ilişki vardır. Öte yandan DD/PD oranı ile pozitif ilişki vardır.

* Küçük hisse senetlerinin fazla getirisi, büyük hisse senetlerinin fazla getirisi asar. Yüksek DD/PD oranına sahip hisselerin fazla getirisi de düşük DD/PD'ye sahip hisselerin fazla getirisi asar.

3. Arbitraj Fiyatlamaya Teorisi

* Bu modelde, finansal varlığın getirisi tamamen u sayılabili faktörlere bağlıdır. Bu faktörler; enflasyon oranı, döviz kurları vb. olabilir.

* İyi çeşitlenmiş faktör portföyleriyle finansal varlıkların belirlenen getirisi riskli faiz oranıyla her bir faktörün risk primlerinin toplamına eşittir.

* İdeal olan, vadeye kadar getirinin u en önemli risit tahvillerle belirlenmesidir. Eğer tahviller nadiren alınıp satılıyorsa, tahvil fiyatları çok eskimisin olur ve bu fiyat ile vadeye kadar getiri hesaplandığı takdirde belirlenen oran, güncelliğini kaybetmiş olur.

* Kattırlar faiz nedeniyle firmada alınması gereken nakit alımının bir kısmı ödenecili vergi nedeniyle ortaya çıkacak nakit çıkışını azalttığından nominal faiz oranı kadar borcun maliyeti azalmış olur.

* Sermaye bileşeni olarak borca maliyetinin belirlenmesinde nominal vergi oranının kullanılabilirliği için gelecekteki vergi tedbirlerinin sermayeri konusundaki etkili bir tür vergilenmelidir. Örneğin; firma t tarihinde nakit krediyi orakı geçirmiş 3 dönemli kuru kapatılmıse alabileceğinden 3 dönemli kuru kapatmış olması gelirir. Aksi halde, bu kullup firmasının gelecekte kuru alabileceği zamana kadar ertelenir. Böyle bir durumda firmasının geçmiş dönemlerden kurgu zarar birikmiş zararları, firmasının gelecekteki dönemde indirim kalemi olarak zarar dilükat alınır ve borcun vergi ualımı etkisi azalır. Başka bir ifadeyle, borcun vergi ualımı etkisinden yararlanma derecesini azaltır. Dolayısıyla her firmasının nominal vergi oranı kuruni vergi oranından farklı ve daha altındadır olabilir.

* Sermaye maliyeti, bileşenlerin toplam sermaye içindeki ağırlıklarla ilgili değil hedeflenen ağırlıklarla belirlenmelidir. Çünkü firmasının

• Bir firmanın mevcut sermaye yapısını belirlemek için, her bir kalemin piyasadaki değerinde hareket edilmelidir.

* Borcun değerini belirlemek için yapılacak gereken firmanın her bir ser-
dinin ayrıştırılması ve uygun vadeye kadar getiri oranıyla iskonto etmektir.

*Özelliklerinin cari değeri, hisse seredi fiyatıyla hisse seredimin alın-
zarına konu olan piyasa değerinin oranıdır. Ancak hisse seretleri
firmaların kendince alınmış olduğunda bu değerin kullanımı doğru olmaz.

*Bir firmayı cari sermaye yapısına uygun bir yere konulabilmesi için, sermaye yapısı kendi sermaye yapısına benzer firmalarla mukayese edilmesi gerekir.

*Devam eden değeri belirleyen ekonomik varlımlar değişir ve, artık tahmin dönemi uzunluğunun değişir. dolaylı olarak değer üzerinde etkili olur.

* Bir firmanın sermaye mülkiyetinin daha uzerinde geyiri elde etmesi, firmanın rekabetçi olma olgusuyla açıklanabilir. Fakat rekabetçi olma olgusundan, firmanın yatırımları sermayede elde ettiği geyiri oranın içinde sermaye, hissiye etkiler.

*PONIC = WACC kabul edildiğinde, devam eder diğer aşamada yeni büyümenin değeri yitirilmeyecek olması, büyüme teriminin modelden çıkarılmasının gereğidir. Yukarıdaki formülü limiti tanımlayan yerleri değiştirilerek ve sıfır büyüme formülü olarak kabul edilmelidir. Fakat yukarıdaki formülde sıfır büyüme durumu sonucu değişir.

* Tasfiye değeri, yalıtımınıyla devam eden değer belirlenmesinde, şirketin nakit akışlarının tahmin edildiği süre tahmin dönemi sonunda, şirketin bütün borçları ödendikten sonra, elinde kalacak olan varlıklarının elde edilmesi sırasında elde edilmesi belirlenen nakit girişlerinden hareket

edilmektedir. Aile tahmin döneminin sonunda tesfiye sonucu bulun-
dukları yaklaşımla kullanılmamaktadır.

* Yerine koyma maliyeti yaklaşımıyla devam eden değerin belirlenmesinde
firmaların varlıklarının yenilenmesi sırasında ortaya çıkması belirlenen
maliyetlerde hareket edilir. Bu yaklaşımın avantajları vardır. Bunlardan
ilki, kimliklerinin değişebilir olmasıdır. (Ör: Entellektüel sermaye)
Bu nedenle yalnızca yaratıkları nakit akımlarıyla değerlendirilebilirler.
Böylelikle yerine koyma maliyeti yaklaşımında sadece maddi varlıkların
değerlenmesiyle belirlenecek olan değer, başka ölçüde değerlendirilebilir
belirlenmiş olabilir.

İndirgenmiş Nakit Akımı (DCF)

* DCF ile değerlendirme yapmak için 2 alternatif bulunmaktadır. İlki sadece
şirketin öz sermayesi değerlendirilir. 2. ise şirketin öz sermayesiyle beraber
şirketin diğer talep sahiplerini de kapsayan şirketin kimse yönelik değerlendirme
yapılması.

* FCF, bütün giderleri, vergi yükümlülüklerini, yatırım gereksinimlerini
faiz ve anapara ödemelerini çıktıları sonra kalan nakit akımını ifade eder.

$$FCF = FCFE + \text{faiz giderleri} (1 - \text{vergi}) + \text{Anapara tahvili geri ödemeleri} + \\ \text{yeni borçlanma ihracları} + \text{imhyotlu hisse kor payları}$$

* Devam eden değerin genelde, şirketin toplam değeri içinde %50'den fazla
pay alma nedeni işletmenin ilk yıllarda sermaye harcamalarının Ar-ge
görmelerine daha fazla ağırlık verilmesi ve bunların nakit akımlarının
ilk yıllarda ortaya çıkmasıdır.

Görünür Modeli

$$DED = \frac{FCFE_{t+1}}{WACC - g}$$

Değer Sırası Modeli

$$DED = \frac{NOPAT_{t+1} (1 - g / ROIC)}{WACC - g}$$

* Hiçbir firma sonuna dek içinde bulunduğu ekonominin kurane oranından daha yüksek bir orada büyümeye.

* Değer süreci modelinde, nakit akımları yerine vergi sonrası faaliyet karı (NOPAT) kullanılır.

* Ekonomik Kar Yönteminde şirketin devam eden değeri ortaklık hakkının dönemi sonrasındaki şirket değerini değil, ortaklık hakkının dönemi sonrasındaki yatırımların sermayenin şirket değerine katkısını gösterir.

Düzeltilmiş Bugünkü Değer Modeli (APV)

* Sabit AOSM değerlendirilmesinde nakit akışında bir artış meydana geldiği zaman ödenecek borç oranının düşmesi beklenmekte ve gelecekte dönem Borç / Şirket değeri oranının düşmesine neden olacaktır. Bu da işletmenin sermaye yapısının değişmesine etki eder. Buna göre sabit oranlı bir AOSM vergi kalkışının değerimin olduğunda yüksek görünmesine neden olacağı için sermaye yapısının değişmesine neden olur.

* Bu sebeple APV önerilmektedir:

$$APV = \text{İşletmenin tamamen özkaynaklı} + \text{vergi tasarrufunun Bugünkü} \\ \text{finanse edilmiş şirket değeri} \quad \text{Değeri}$$

* APV'de nakit akışları finansman etkisinden arındırılıp sadece faaliyetin riskini yansıtan bir orana iskonto edilir. Bu modelde göre, değer yaratan her bir nakit akışı ayrı ayrı değerlendirilir ve her bir nakit akışı, nakit akış kaynağı ile ilgili riskle tutarlı bir iskonto oranı kullanılarak iskonto edilir.

$$V_e = V_u + (T^* D)$$

Gelir Tablosunun Tahmin Edilmesi

- Faaliyet Giderleri: Her faaliyet gider kalemi için gelire dair tahminlerin yapılması önerilmektedir.

- Amortisman: Gelirin yatađesi olarak tahmin etmek, maline, boru ve oranın yatađesi olarak tahmin etmek.
- Faaliyet Dışı Gelirler: Gelir, dönemlere ait bu gelirleğli bütüne oranı tespit edilir ve bu orana göre geleceleğli faaliyet dışı gelirler tahmin edilir.
- Faiz Gideri/Geliri: En uygun aracı bir önceli ulla ait boru bütüdür.
- Vergiler: Vergi öncesi korin yatađesi olarak tahmin edilebilir.

Bilanconun Tahmini

- Calıma Sermayesi: Kağıt kalem gelirin yatağesi olarak tahmin edilmeleğdir. Ancak farklı olarak veriler gelirler ve ödeme emirleriyle sabitler qrdı fiyatlarıyla rüştü oldu için bunlar satılan malların maliyetinin yatağesi olarak tahmin edilir.
- Selefte elde edilen gelirlerle rüştüendirilir.

Yüksek Bütüne Hissio Sahip Olan Şirketlerin Değerlenesi

- *Yillik arzu 7-15te, fütü oran firmalar
- *Deđerlene işlemine tırtılı performansı analiz ederek başlamak üzere firmanın hisse etliği pırpıladı ve ön dönemli gelirin belirlenmesi incelenerek başlanır ve daha sonra gelire değeri calınılır. ilave olarak, ön vodeli projeksiyonlar bir hayli beynisatlık rüştüğinden dırtıo kılde fütü değeri düşürülür.
- *Örtmüs kölüo bir firmayı değerlenmede ilk adım, bu firmanın tırtılı performansını analiz etmelidir. Ancak yuseli bütüne hissio sahip olan firmalar sızkonusu oluncu, tırtılı firmalar sonuculu firmanın geleceleğ görünümlerine, adı önüne ipucu ortaya koyar. Bu nedenle değerleneye geçmiş yerine geleceleğ başlamak uygundur.
- *Finansal sonuculu rüştüüne kavuşacağı dırtıle geleceleğli bir rüştüo değeri ve tahmin yapmaya başlanır.

*Firmanın ekonomik durumunun işlerine kausaracağı noktasın tahmin edilmesine birlikte bu noktası halî hatırdalı performansa bağlandı için gerçe doğru çalışılır.

*Eğer mümkünse, gelecekteki müksebe kurallarına göre dönem gıdresi kabal edilen qıttı yatırımlar alıfıleştirılır ama bu zor bir işir.

*Yüksek bütüne hitinq alıfı daı firmalara özge belirsizlikler sözkonuı dıncı, sadece tek bir vız dönemli tahminre güvenmek gerelir. Pıpasının gelişimini, toplam bütüklük, nakıpların pıpasına kılaysı gırebileceğı qıbbi durumları dikkate alarak xelüde birden fazla senaryoya dayalı olarak tahminlemek gerelir. Son olarak herbir senaryoya ağırlık vermek gerelir.

*Endüstri ve firmanın kalıhatırdalı yüksek bütüne ve belirsizlik orkının dan alıfı gelecekte aıdınlanabilir ve malul bir bütüne aırcıne gırdipinde malul bir gırankı sergılayebileceğini dıshıerek kılrmak gerelir. Sonıq gelecekte için kaur edile bu gırankıya gerçe doğru kalıhatırdalı perfor- mansa uırtamak gerelir.

*Olağırdısı bütüne aırcıne ne kadar aırcıne ve normal senaryoda işlerine kausaracağına kaur vermek gerelir.

*Toplam pıpası bütüklüğü, pıtor pıı ve yatırımlar sermaye öerından gıbbi oranı hesaplandıktan sonra, vız dönem tahminini gerçe doğru kalıhatırdalı performansı ile teırar bıfıestirmek gerelir. Bunu uırtmak için kalıhatırdalı performansıın gelecekteki vız dönem performansına pırcııın kılını değer- leıdirmek gerelir.

*Olasılık ağırlıklı senaryoları kullonmalı için, gelecekteki finansal sonuç zehni bir kısımlı rıymııer, bir kısımlı da kılkmııer dımdı şere gıbbi bir kıl alıfıındı tahmin etmek gerelir.

*Olasılık ağırlıklılandırması ve kının sonucundı elde edilen değerlere vız dönemli şirket performansındakı ileııadı delıllerle kılörle dımdıdır.

akılmalıdır. Bu eleme işleminde sonra bu değeri iskonto faktörü olarak ele alıp nakit alımları tahmin edilmektedir. Ancak ülke riskinin her firmaya eşit olarak eleilmesi eşitliği konusu olarak kullanılmaktadır. (Bazı firmalar devasyasyonla birlikte her elde edebilir.)

* Gelismekte olan ülkelerdeki riskler faiz oranı bazına göre faiz oranı değildir. (Geri ödeme ihtimali) Diğer bir konu ise gelismekte olan ülkelere yeterli kadar uzun dönem ve ulut olarak piyasada işlem gören devlet tahvilü yoktur.

* Firma borçlanma koşullarının likit piyasası ya likit veya likit değildir. Vergi oranları çok değişkenlik gösterebilmektedir

* Gelismekte olan ülkelere göre fiyatı her zaman şirket değeri vermemektedir. Öncelikle likit değildir çünkü hisselerin borsaya kotasyonu otomatik olarak elindedir. Piyasaların gelişmiş piyasalara göre daha otomatik olması nedeniyle bilgi paylaşımı daha azdır ve bu nedenle bilgi piyasalara yayılmamaktadır. Bununla birlikte hisse seredi faktörleri diğer ülkelere göre daha azdır. Bu nedenle herhangi bir zamanlarda hisse fiyatları farklı olabilir.

Gelişmekte Olan Ülkelerde Şirket Değerlemesi

*İşe öncelikle bu işletmelerin korulanabilirliği risklerin ağırlıklarının bulunması ile başlamak gerekir, indirgenmiş nakit akımlarının risk olasılıklarıyla çarpılarak indirilerek kullanılması gerekir.

*Yüksek enflasyon altındaki şirketlerin analizleri ve tahminlerinde hem nominal hem de reel veriler kullanılmalıdır.

*Büyük enflasyon nedeniyle yüksek olmaktadır.

Veriler tahmini maliyetler itibarıyla mikroeleştirildiği için sermaye değeri lütfi şekilde yüksek görünmektedir.

Faaliyet ko. marjları yüksek görülebilir.

Kredi koşulları ve diğer sermaye yapıları hakkındaki bilgi veren raporlarda dikkate alınmalıdır.

*Gelişmekte olan ülkelerde şirket stratejilerine bağlı olarak ortaya çıkan riskler içinde politik, makroekonomik ve sermaye piyasasındaki oynaklık nedeniyle ortaya çıkacak risklerde hesaba bakiilmelidir.

*Yüksek riskli DCF hesaplamasının nasıl yapılacağı konusunda bir utlasi yoktur. En azından kabul göre işlem, ülke riskini riskante faktörüne eklemelidir. DCF sermaye yaklaşımında ise, 2 tamamen birbirineyle aynı olan yatırımın biri Avrupa dışarı gelişmekte olan ülkede yapılması durumu ele alınır.

*Sermaye yaklaşımında, yöntem nakit akımlarının alternatif sermaye altında değerlendirilmesidir. Modelde en azından 2 sermaye bulunmalıdır. Birinci sermaye işletmenin ekonomide değişimler olmadan nakit akım tahmini diğer ise gelişmekte olan ülkede ortaya çıkabilecek riski dahilindeki tahminlerden ibarettir.

*Karşılaştırılabilir yatırımlar için gelişmekte olan ülkedeki sermaye maliyetine ülke riskini eklemek diğer bir yöntem olarak kullanılır.